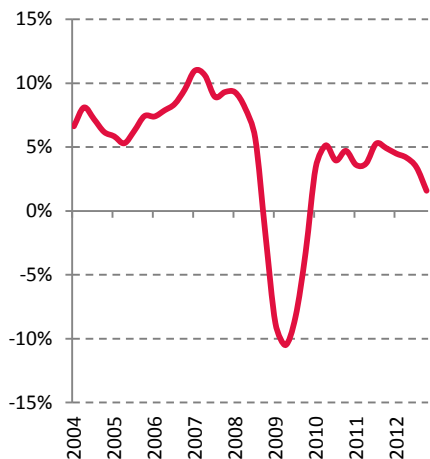


# РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА: ПРОГНОЗ 2013

## Бег на месте

График 1. Динамика ВВП, %  
(г/г, исключая сезонные факторы)



Источник: Росстат

График 2. Динамика курса рубля



Источники: Bloomberg, Банк России

Таблица 1. Основные прогнозы\*

	2012	2013П
ВВП, млрд руб.	62 357	67 954
ВВП, % (г/г)	3,4%	3,0%
Urals, \$/баррель (сред.)	110	105
ИПЦ, % (г/г)	6,6%	5,8%
RUB/USD (сред.)	31,1	31,7
Реальная зарплата, % (г/г)	7,8%	4,0%
Безработица, %	5,7%	6,0%
Промпроизводство, % (г/г)	2,6%	3,2%
Инвестиции (г/г)	6,7%	6,0%
Текущий счет, \$ млрд	81	49

Источник: оценка Атона

\* полностью прогноз дан в таблице 2

АННА БОГДЮКЕВИЧ +7 (495) 213 0334  
anna.bogdyukевич@aton.ru

После восстановления в 2010-2011 гг., когда российский ВВП рос на 4,3% ежегодно, темпы экономического развития снизились примерно до 3,4% в годовом сопоставлении в 2012 г. (по предварительным данным Росстата), отстав от нашего прогноза на 0,2 п.п. В то же время цена нефти Urals в минувшем году составляла в среднем \$110,4 за баррель, почти не изменившись по сравнению с 2011 г., т.е. Россия с трудом поддерживала темпы экономического роста, несмотря на в целом благоприятную конъюнктуру сырьевых рынков. Однако слабая диверсификация российской экономики и отсутствие институциональных реформ не позволяют разглядеть на горизонте стимулы роста.

В свете нынешнего состояния мировой экономики внешний спрос вряд ли послужит основным стимулом укрепления российской экономики. Вместе с тем, основные факторы роста потребления со стороны населения явно теряют силу, а компании не спешат инвестировать в развитие бизнеса. К тому же, госсектор, скорее всего, не сможет компенсировать отсутствие других источников экономического роста, если правительство будет придерживаться нового бюджетного правила.

Хотя в текущем году в рамках базового сценария мы ожидаем лишь небольшое снижение средней цены на нефть (до \$105 за баррель), отечественный ВВП, по нашей оценке, вырастет только на 3,0% в годовом сопоставлении. В более долгосрочной перспективе при нынешнем состоянии технологической базы и сохранении высокой степени загрузки мощностей темпы роста экономики выше 2,5% будут труднодостижимы.

Ускорение динамики роста ИПЦ не связано с монетарными причинами, что затрудняет для Банка России задачу инфляционного таргетирования. Несмотря на продолжающееся замедление прироста денежной базы, инфляция в середине 2012 г. выросла вследствие отложенного на этот период повышения регулируемых тарифов и подорожания продуктов питания. Вместе с тем, эффективность мер стимулирования экономического роста снижается, поскольку отечественная экономика работает близко к своему долгосрочному потенциалу. Мы прогнозируем замедление динамики ИПЦ примерно до 5,8% к концу этого года при отсутствии существенного давления со стороны спроса, но средняя инфляция в 2013 г., по нашим расчетам, может превысить прошлогодний показатель (6,5% против 5,1% в 2012 г.).

Физические объемы экспорта основных товаров довольно статичны, поэтому в рамках базового сценария мы прогнозируем стоимостной объем экспорта на уровне \$523 млрд (-1,9% в годовом сопоставлении). Рост суммарных расходов на закупку зарубежной продукции в текущем году снизится до 2,8% вследствие ожидаемого замедления роста потребления и инвестиций, в результате чего объем импорта, по нашей оценке, составит \$345 млрд. Торговый баланс мы прогнозируем на уровне \$178 млрд (-10% в годовом сопоставлении), что должно обеспечить положительное сальдо счета текущих операций в размере \$49 млрд.

В текущем году мы ожидаем два различных периода динамики курса рубля: умеренное укрепление в первой половине 2013 г. и затем снижение к концу года до 32 руб./\$ из-за неудовлетворительных фундаментальных показателей и прогнозируемого ослабления денежно-кредитной политики. По нашей оценке, обменный курс рубля к доллару в среднем по году составит 31,7. Курс рубля к бивалютной корзине будет в среднем равен 36,5 в 2013 г. вследствие изменений обменного курса доллара к евро.

Госсектор по-прежнему сильно зависит от изменения цен на нефть, хотя увеличение гибкости рубля в некоторой степени сглаживает волатильность бюджетных доходов. Мы предполагаем, что в 2013 г. бюджет будет выполнен с профицитом в 0,3% ВВП – в рамках базового сценария прогнозов цены нефти и курса рубля относительно доллара.

Только для профессиональных инвесторов. Настоящий документ не создавался в соответствии с юридическими требованиями, предписывающими соблюдать объективность инвестиционного анализа. Обратите, пожалуйста, внимание на раздел «Раскрытие информации» в конце данного отчета.

## Содержание

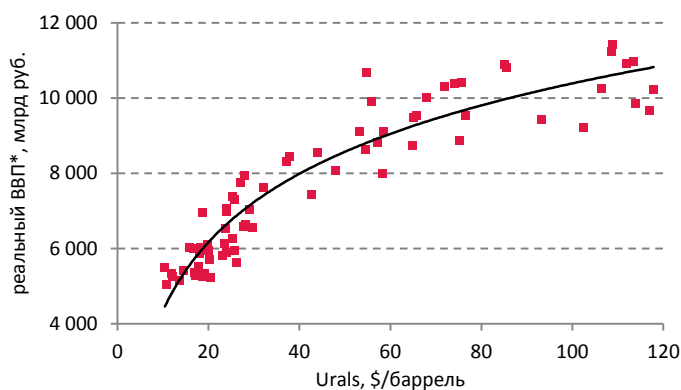
Российской модели роста не хватает стимулов.....	3
Потребительский спрос.....	4
Капитальные расходы.....	5
Госсектор.....	6
Внешние факторы.....	7
Заключение.....	8
Инфляция и ликвидность.....	9
Российский рубль.....	11
В направлении свободного плавания валютного курса.....	11
Курс на укрепление, но только в краткосрочной перспективе.....	12
Обновленные прогнозы.....	14
Предпосылки.....	15
Цена нефти.....	15
Денежно-кредитная политика.....	15
Структурные изменения.....	15
Прогноз.....	16
Базовый сценарий.....	16
Цена на нефть: альтернативные сценарии.....	17

## Российской модели роста не хватает стимулов

После восстановления в 2010-2011 гг., когда российский ВВП рос на 4,3% ежегодно, темпы экономического развития снизились примерно до 3,4% в годовом сопоставлении в 2012 г. (по предварительным данным Росстата), отстав от нашего прогноза на 0,2 п.п. В то же время цена нефти Urals в минувшем году составила в среднем \$110,4 за баррель, почти не изменившись по сравнению с 2011 г., т.е. Россия с трудом поддерживала темпы экономического роста, несмотря на в целом благоприятную конъюнктуру сырьевых рынков.

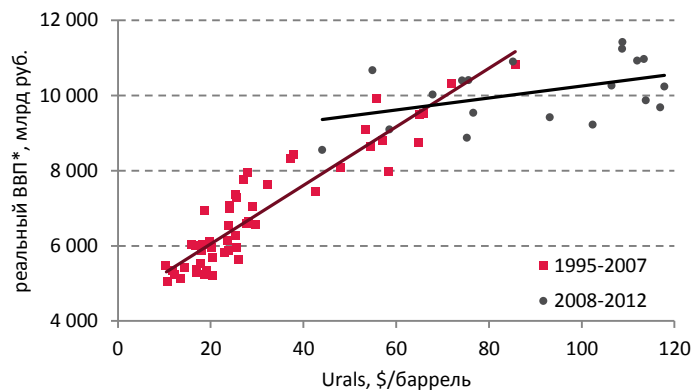
На наш взгляд, в контексте нестабильности мировой экономики прежняя модель роста, ориентированная на эксплуатацию сырьевого потенциала, уже не жизнеспособна, поскольку общий импульс, исходящий от цен на нефть, сходит на нет (график 3). Корреляция двух переменных (уровня ВВП с поправкой на инфляцию и цены нефти) уменьшилась с более чем 92% в 1995-2007 гг. всего до 45% в 2008-2012 гг. (график 4), хотя по-прежнему статистически значима.

График 3. Зависимость реального ВВП от цены на нефть слабеет, когда сырье стоит дорого



\* в постоянных ценах 2008 г.

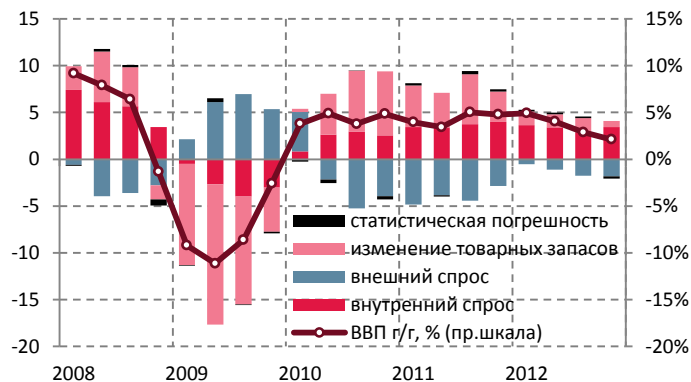
График 4. Посткризисное восстановление сопровождалось уменьшением зависимости от колебаний котировок нефти



Источники: Росстат, Bloomberg, оценка Атона

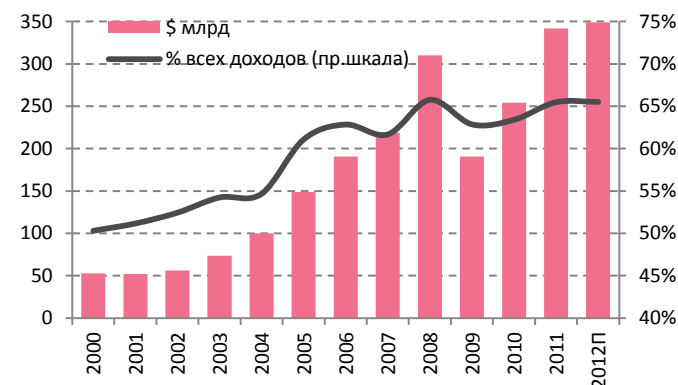
Вклад внешнего спроса в динамику российского ВВП (в физических объемах) был отрицательным в посткризисный период (график 5). В 2012 г. он достиг -1,3 п.п. (поскольку импорт существенно обогнал экспорт), полностью уничтожив позитивный эффект валового накопления капитала (+1,2 п.п., по нашей оценке). Однако слабая диверсификация российской экономики (график 6) и отсутствие институциональных реформ затрудняют выявление внутренних источников роста, которые бы обеспечили экономике стимул в будущем. Товарные запасы серьезно сократились в 2009 г., но потом в значительной степени были восполнены, а в отсутствие сильной поддержки со стороны внутреннего спроса (в виде как потребления, так и инвестиций) их дальнейшее увеличение маловероятно. Вместе с тем, фундаментальные предпосылки для роста потребления и инвестиций ослабевают.

График 5. Структура роста ВВП, п.п.



Источники: Росстат, оценка Атона

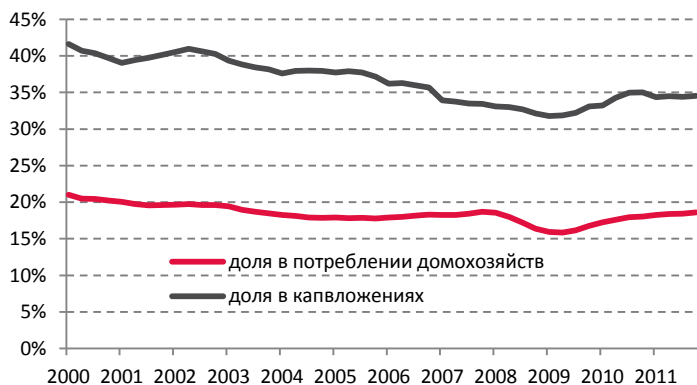
График 6. Доходы от экспорта нефти и газа



Источники: Банк России, оценка Атона

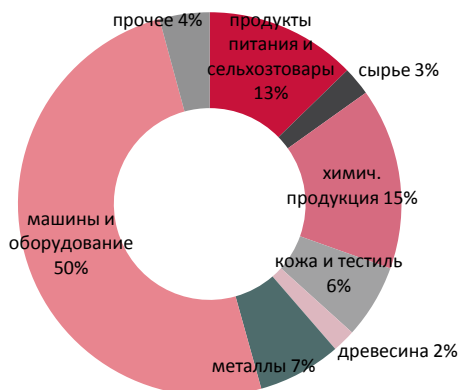
Кроме того, увеличение потребления или инвестиций в России обычно приводит к менее чем пропорциональному росту совокупного ВВП, поскольку страна сильно зависит от импортных товаров. Доля иностранной продукции в удовлетворении внутреннего спроса сокращалась в 2000-2009 гг. (график 7), но она снова стала повышаться по мере восстановления экономики, способствуя стабильному замедлению роста ВВП. Структура российского импорта (машины и оборудование занимают почти 50% общего объема, график 8) тоже дает основание предполагать, что степень импортозамещения остается невысокой.

**График 7. Импорт – важный источник удовлетворения спроса**



Источники: Росстат, оценка Атона

**График 8. Структура импорта**



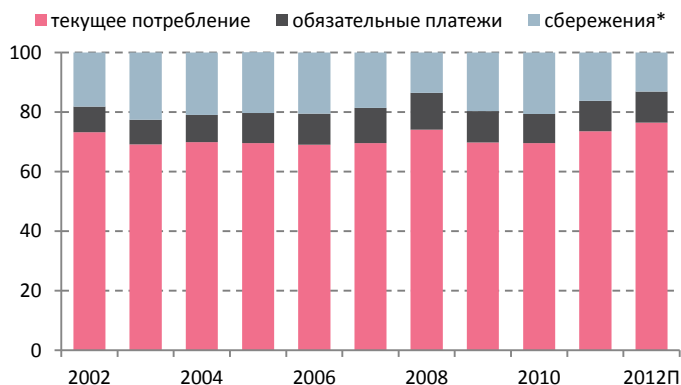
Источники: ФТС, оценка Атона

### Потребительский спрос

Потребление со стороны домохозяйств в 2012 г. служило основным локомотивом роста экономики, практически в одиночку обеспечив все 3,4 п.п. прироста ВВП в реальном выражении. Хотя вклад данного компонента оставался значительным на протяжении 2012 г., замедление экономического роста, наблюдавшееся в четвертом квартале 2012 г. (до 2,1% в годовом сопоставлении с 2,9% в третьем квартале 2012 г. и 4,5% в первом полугодии 2012 г.), было обусловлено ослаблением спроса со стороны населения. Мы предполагаем, что фундаментальные причины, поддерживавшие рост потребления в первой половине 2012 г., продолжат терять свою силу в 2013 г.

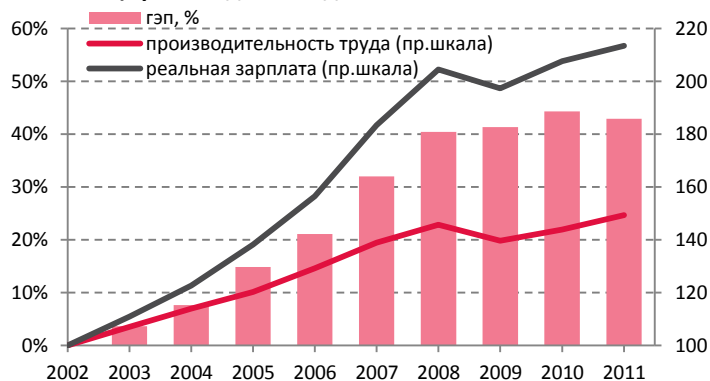
Структура использования личных доходов указывает на наличие некоторых ограничений для дальнейшего роста потребления. В частности, рост потребления в 2012 г. не сопровождался пропорциональным увеличением доходов, если судить по доле текущих расходов населения, которая повысилась в минувшем году до 76,5%, т.е. максимума за более чем десять лет (график 9). Можно предположить, что розничное кредитование внесло значительный вклад в динамику потребления со стороны домохозяйств (российские банки увеличили кредитования физлиц почти на 40% в прошлом году).

**График 9. Распределение личных доходов, % от общего показателя**



\* включая наличные деньги и покупку валюты

**График 10. Производительность труда и реальная зарплата (2002 = 100): расхождение в динамике**



Источники: Росстат, оценка Атона

**Ситуация, на наш взгляд, является неустойчивой в долгосрочной перспективе.** Поскольку долговое бремя домохозяйств увеличилось, то вырастет и доля обязательных платежей населения (этот компонент сейчас составляет примерно 10,5% совокупных доходов), если доходы не повысятся. Однако, несмотря на дефицит предложения на рынке труда, перспективы роста зарплат невелики, поскольку последние и так серьезно опережают производительность труда (*график 12*), а уровень безработицы уже опустился ниже естественной отметки (которая подразумевает наличие структурной и временной безработицы).

**Бум в сфере розничного кредитования в 2012 г. подогрели дешевые, но короткие кредиты от Банка России,** тогда как гораздо меньший рост депозитов (+20% в годовом сопоставлении в 2012 г.) может свидетельствовать о проблемах с привлечением долгосрочных ресурсов. Кроме того, Банк России намерен повысить норматив достаточности капитала в 2013 г., что может ограничить темпы роста объемов розничного кредитования. Наконец, растущие неплатежи по необеспеченным кредитам физлиц (до 11% портфеля в декабре 2012 г.) уже заставили банки поднять кредитные ставки по этим продуктам.

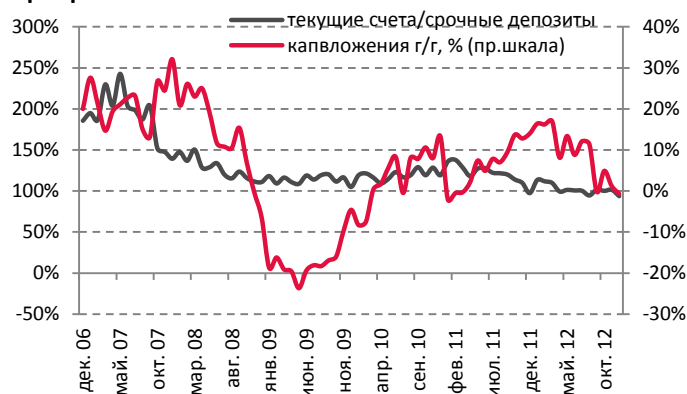
### Капитальные расходы

**Росстат регулярно пересматривал оценку капитальных расходов в 2012 г., в результате чего последние стали одним из самых волатильных параметров российской экономики.** Инвестиционная активность выросла на 6,7% в минувшем году, не оправдав прогноза Минэкономразвития, которое в декабре повысило свой ориентир до 7,8% с 5,5%. В то же время, прогнозы на 2013 г. были понижены: по оценке Минэкономразвития, рост капитальных затрат составит 6,5% (прежняя оценка: 7,2%), возможно, из-за высокой базы 2012 г.

**Мы опасаемся, что увеличению инвестиций в 2013 г. могут помешать факторы со стороны как спроса, так и предложения.** В экономике открытого типа, где центральный банк не проводит интервенций на валютном рынке, частные инвестиции могут финансироваться личными сбережениями, дефицитом бюджета или притоком иностранного капитала. В случае России в полной мере работает только первый источник финансирования, поскольку правительство стремится следовать бюджетному правилу, которое ограничивает дефицит федерального бюджета (подробнее в разделе «Госсектор»), тогда как отток капитала остается неотъемлемой характеристикой экономики (см. раздел «Внешние факторы»).

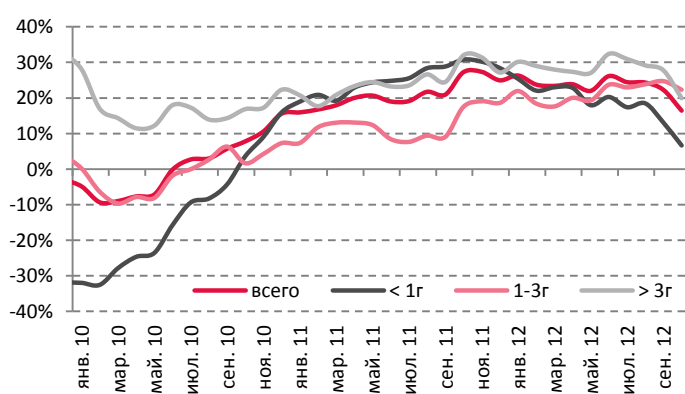
**Компании не спешат инвестировать.** В 2012 г. на текущих счетах предприятия держали менее 50% собственных средств, а остальное находилось на срочных депозитах (*график 11*). Иными словами, бизнес предпочитает получать проценты со своих денег, а не вкладывать их в расширение производственных мощностей. Кроме того, компании, судя по всему, не берут длинные кредиты (которые обычно используются для финансирования инвестиционных проектов), а полагаются на краткосрочные банковские кредиты, чтобы финансировать оборотный капитал (*график 12*).

**График 11. Соотношение остатков на текущих и срочных корпоративных счетах**



Источники: Росстат, Банк России, оценка Атона

**График 12. Динамика корпоративных кредитов**

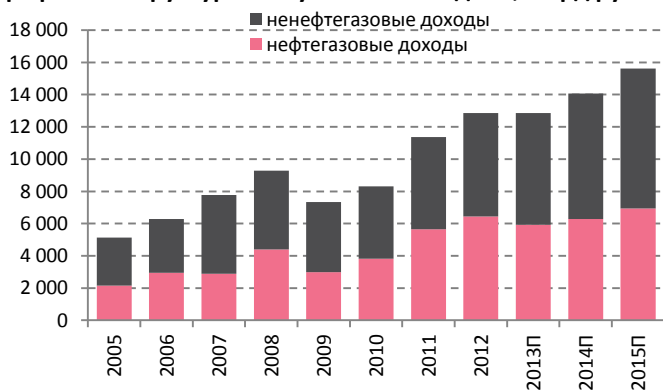


Источники: Банк России, оценка Атона

## Госсектор

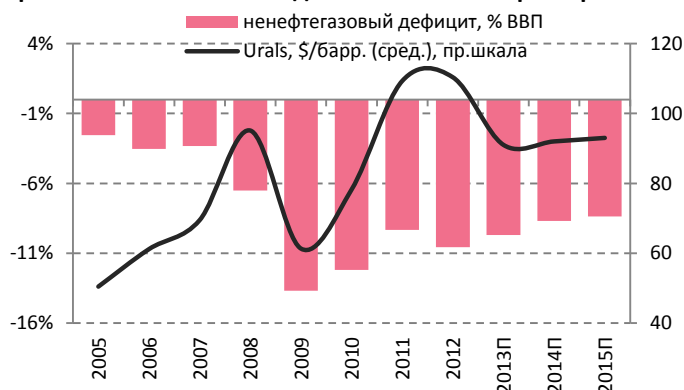
Наличие у России значительного энергетического потенциала обусловило сильную зависимость федерального бюджета от мировых рынков сырья. В настоящее время нефтегазовый сектор обеспечивает свыше половины всех доходов бюджета (график 13), а без них дефицит превышает 10% ВВП (график 14). Резкий рост цен на нефть, необходимый для сбалансированности бюджета (до \$115 за баррель в 2011 г. при управляемом курсе рубля vs \$30-50 за баррель до кризиса), побудил правительство принять меры с целью уменьшения зависимости государственных финансов от внешних потрясений. В частности, новое бюджетное правило призвано ограничить объем государственных расходов.

График 13. Структура поступлений в бюджет, млрд руб.



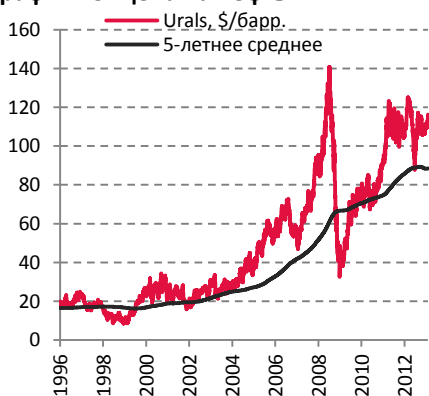
Источник: Минфин

График 14. Зависимость бюджета от внешних факторов



Источники: Минфин, Bloomberg, оценка Атона

График 15. Цена на нефть



Источники: Bloomberg, оценка Атона

Вместо прогнозов цены на нефть (которые не отличаются надежностью в свете неопределенности общемировой экономической ситуации) правительство для оценки поступлений в бюджет намерено опираться на среднюю историческую цену нефти. Историческая динамика может служить неплохим индикатором, поскольку экономическое развитие, как правило, циклично: среднее значение за долгий период исключает резкие краткосрочные отклонения и одновременно указывает на долгосрочную тенденцию (график 15). В бюджете 2013 г. учтена средняя цена нефти за пять лет (\$91 за баррель), и горизонт оценки планируется постепенно увеличивать до 10 лет к 2018 г.

Новый подход к бюджетному планированию может ограничить возможности правительства оперативно наращивать расходы. Согласно бюджетному правилу (на основании которого сверстан бюджет на 2013-2015 гг., утвержденный 3 декабря 2012 г.), государственные расходы могут превышать запланированные поступления не более чем на 1,0% ВВП. Дополнительные доходы от более высокой фактической цены на нефть (по сравнению с заложенной в бюджете) должны накапливаться в Резервном фонде (а не направляться на увеличение расходов) в качестве защиты от непредвиденного падения цен на углеводороды. Аналогичное правило действовало до кризиса, в 2004-2008 гг.

Как результат, госфинансы должны стать более устойчивы к неожиданным изменениям цен на сырье, что является позитивным изменением, с нашей точки зрения. Вместе с тем, из-за ограничений в отношении госрасходов (которые обычно увеличивают экономический рост, даже если вытесняют частные инвестиции) госсектор, вероятно, не сможет возместить дефицит других источников роста. Однако конечная результативность бюджетного правила зависит от того, насколько точно правительство будет ему следовать. Как говорится, строгость законов в России сглаживается необязательностью их исполнения, и власти зачастую идут на повышение социальных расходов, чтобы сохранить поддержку со стороны населения.

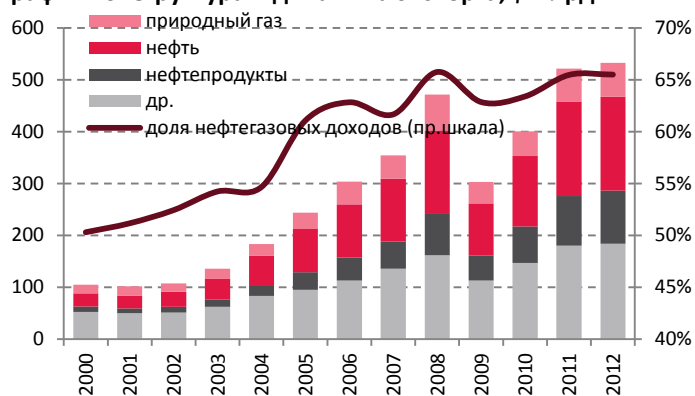
## Внешние факторы

Подверженность России внешним шокам обусловлена структурой экспорта, и платежного баланса в целом. Свыше 65% всех экспортных доходов поступает от нефтегазового сектора, и за последние 10 лет эта доля неуклонно увеличивалась. Значительная концентрация экспорта в нефтегазовом секторе влечет за собой высокую корреляцию с мировыми ценами на углеводороды: номинальный объем российского экспорта рос всякий раз, когда нефть дорожала, а в 2009 г. (когда цены на нефть упали из-за общемирового экономического кризиса) стоимостный объем экспорта резко сократился (график 16).

Физические объемы экспорта нефти и газа почти не увеличиваются из-за высокой загрузки мощностей. Годовой экспорт нефти сократился с 259 млн тонн в 2007 г. до 240 млн тонн в 2012 г.; аналогичная динамика отмечалась и в газовом секторе, где экспорт уменьшился до 180 млрд кубометров в 2012 г. с 192 млрд кубометров в 2007 г. За последние пять лет вырос только экспорт нефтепродуктов – до 136,5 млн тонн в минувшем году с 112,3 млн тонн в 2007 г., но такой темп вряд ли сохранится в свете повышения за рубежом требований к качеству переработки. Иными словами, Россия вряд ли сможет в полной мере извлечь выгоду из высоких цен на нефть в будущем.

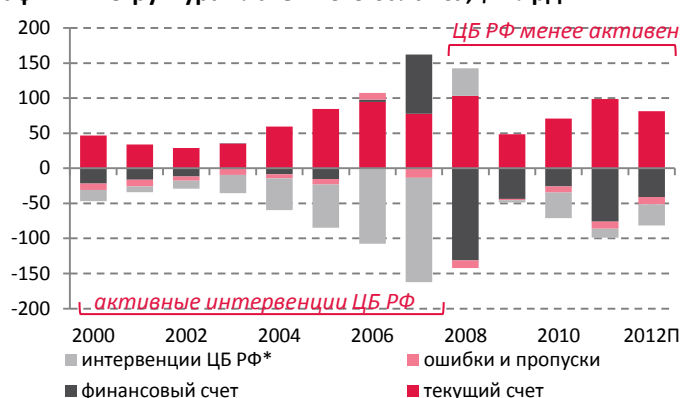
В то же время, увеличение импорта в сочетании с отрицательным сальдо торговли в сфере услуг, отрицательными балансами инвестиционных доходов и оплаты труда, скорее всего, негативно отразится на балансе счета текущих операций, хотя у России здесь есть определенный запас прочности (график 17).

График 16. Структура и динамика экспорта, \$ млрд



Источники: Банк России, оценка Атона

График 17. Структура платежного баланса, \$ млрд



\* отрицательное значение предполагает наращивание резервов Банком России

Источники: Банк России

График 18. Финансовые потоки, \$ млрд



Источник: Банк России

Структура платежного баланса в целом существенно изменилась с 2008 г. До кризиса Банк России активно наращивал валютные резервы, чтобы предотвратить укрепление рубля. Однако в 2008 г. резервы Банка России сократились более чем на \$170 млрд в течение всего четырех месяцев (с \$597 млрд в конце августа до \$426 млрд в конце декабря), и регулятор снизил свою активность на валютном рынке, хотя и не отказался полностью от интервенций (судя по некоторому увеличению резервов в 2010-2012 гг., график 17).

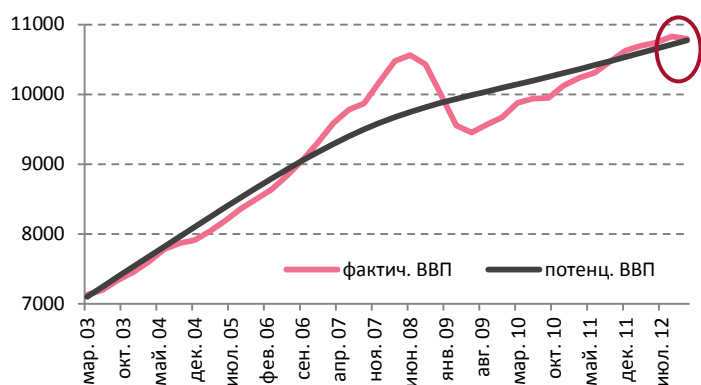
В то же время, в течение пяти лет в России фиксировали отток капитала. Мы считаем, что отток капитала напрямую связан с динамикой цен на нефть, поскольку положительное сальдо счета текущих операций инвестировалось в зарубежные активы. Это согласуется с тем фактом, что именно российские предприниматели больше всего повлияли на отток капитала, увеличивая свои активы за границей гораздо интенсивнее, чем иностранцы приобретали активы в России (график 18). Такое положение дел, по всей видимости, сохранится до тех пор, пока радикально не изменится отечественный инвестиционный климат.

## Заключение

В свете нынешнего состояния мировой экономики (МВФ недавно пересмотрел свой прогноз роста мирового ВВП в сторону понижения – до 3,5% в 2013 г. в годовом сопоставлении) внешний спрос вряд ли станет движущей силой для отечественной экономики. Хотя Китай (крупнейший торговый партнер России) в последнее время показывает ускорение роста, он перестал наращивать стратегические запасы углеводородов, а именно такая политика Пекина в прошлом стимулировала спрос на российскую нефть. По оценке Международного энергетического агентства, разрыв между потреблением нефти (измеряется как объем переработки на НПЗ) и поставками нефти (все закупки сырой нефти) в Китае должен был сократиться до нуля к концу 2012 г.

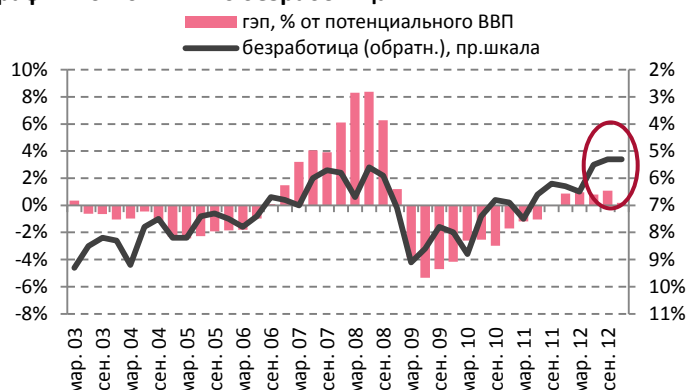
России будет трудно найти мощную внутреннюю опору для экономического роста. По нашим расчетам, отечественная экономика работает близко к своему долгосрочному потенциалу (график 19), т.е. загрузка производственных мощностей приближается к максимальной. Возможности найма новых работников с целью увеличения выпуска ограничены состоянием рынка труда: безработица в четвертом квартале 2012 г. в среднем составляла 5,3% от экономически активного населения после снижения до 5,2% в августе-сентябре (график 20). К тому же приток прямых иностранных инвестиций в России в посткризисный период был весьма слабым (в среднем \$44 млрд в 2009-2011 гг. против \$75 млрд в 2008 г.), т.е. иностранные инвестиции вряд ли помогут нарастить производственные мощности.

График 19. Реальный ВВП\*



\*с учетом сезонных факторов, в постоянных ценах 2008 г.

График 20. Гэп ВВП vs безработица



Источники: Росстат, оценка Атона

## Предполагаемые последствия для экономики

- В долгосрочной перспективе рост ВВП выше 2,5% маловероятен, если в производственную базу не будут сделаны серьезные инвестиции. Для подобных инвестиций требуется уверенность в стабильном спросе на конечную продукцию, но фундаментальные факторы пока говорят о ее отсутствии.
- Стимулирование потребления Банком России (например, путем снижения процентных ставок) может привести к усилению инфляционного давления в краткосрочной перспективе. Долгосрочный эффект просматривается в меньшей степени ввиду ограниченности производственных мощностей и недостатка фискального стимулирования (если будет выполняться бюджетное правило).
- Промышленное производство выросло лишь на 2,6% в 2012 г., по данным Росстата (мы прогнозировали 3,4%, а Минэкономразвития в декабре снизило свою оценку до 3,2% с 3,6%). Мы видим лишь небольшой потенциал увеличения выпуска в добывающей отрасли (из-за ограниченных производственных мощностей), тогда как в обрабатывающем секторе улучшений ждать не приходится из-за низкой конкурентоспособности. Такие опережающие индикаторы, как индексы PMI (частично утратившие прогностическую силу в 2012 г.) указывают на слабую активность в производственном секторе (график 21).

График 21. Производственный PMI



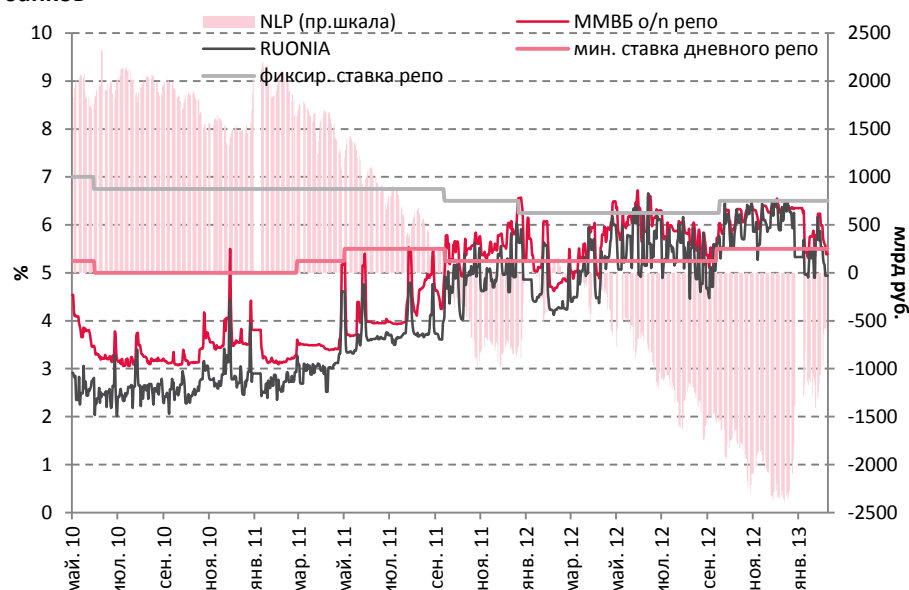
Источники: Markit, Росстат, оценка Атона

## Инфляция и ликвидность

Хотя поступление бюджетных расходов в конце 2012 г. помогло поддержать ликвидность банковского сектора, кредитные институты по-прежнему полагаются на инструменты рефинансирования от Банка России, которые фактически вытеснили межбанковское кредитование. Совокупная задолженность перед ЦБ РФ и Федеральным казначейством составляет около 1,4 трлн руб. – это меньше 3,0 трлн руб. на начало 2012 г., но все равно на 600 млрд руб. выше уровня ликвидных активов на балансах банков.

Однако регулятора, видимо, устраивает сохраняющийся дефицит ликвидности, поскольку его наличие позволяет более эффективно влиять на ставки денежного рынка. В периоды структурного дефицита ликвидности ставки по инструментам рефинансирования ЦБ РФ служат объективным ориентиром для фактических ставок по краткосрочным кредитам (график 22).

График 22. Ставки по межбанковским кредитам и чистая ликвидная позиция банков\*



\* чистая ликвидная позиция = размер ликвидных активов – совокупный объем задолженности по всем инструментам рефинансирования

Источники: Банк России, Bloomberg, оценка Атона

На наш взгляд, эффективность проводимой Банком России политики таргетирования инфляции пока не ясна. Со стороны фундаментальных факторов давление на цены незначительное (мы полагаем, что отечественная экономика работает близко к пределу своих долгосрочных возможностей), но по итогам января 2013 г. инфляция ускорилась до 7,1% в годовом сопоставлении, заметно превысив целевой диапазон ЦБ РФ 5-6%. Основные причины роста ИПЦ, однако, носят не монетарный характер: несмотря на продолжающееся замедление прироста денежной базы, инфляция в середине 2012 г. выросла вследствие отложенного на этот период повышения регулируемых тарифов (график 23). Ускорению динамики потребительских цен способствовало также увеличение продовольственной инфляции, разогреваемое засухой в России и в зарубежных регионах (график 24).

Недавнее ускорение инфляции не связано с монетарными причинами, что затрудняет задачу регулятора, снижая эффективность его политики. Хотя результаты денежно-кредитной политики обычно ощущаются через 6-12 месяцев, мы сомневаемся, что предпринятое в сентябре 2012 г. Банком России повышение ставок серьезно повлияет на динамику ИПЦ. Вместе с тем, мы ожидаем замедление инфляции к середине года, но по причине нормализации эффекта сравнительной базы и снижения темпов экономического роста.

График 23. Денежное предложение vs инфляция

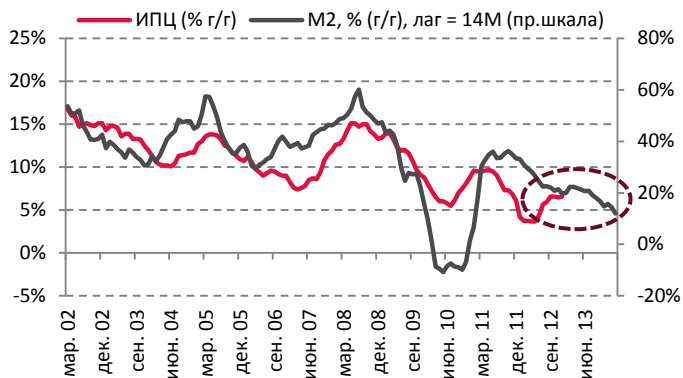
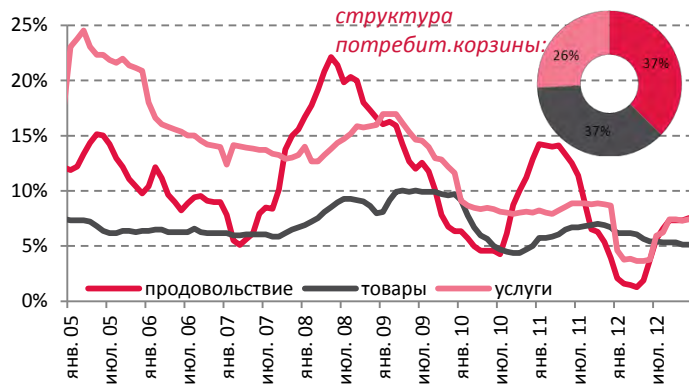


График 24. Динамика компонентов ИПЦ, % (г/г)



Источники: Банк России, оценка Атона

**Замедление экономики, вероятно, приобретет больший вес в процессе принятия решений регулятором в рамках денежно-кредитной политики, хотя в сложившихся условиях мы считаем монетарное стимулирование неэффективным способом ускорить экономический рост. Кроме того, ослабление рубля, которое может последовать за понижением процентных ставок, скорее всего, приведет к росту инфляции, поскольку импортные товары составляют серьезное место в средней потребительской корзине (20-30%, по нашей оценке).**

## Российский рубль

### В направлении свободного плавания валютного курса

В последние три года Банк России последовательно отходил от валютного таргетирования в сторону инфляционного таргетирования, если судить по расширению коридора допустимых колебаний стоимости бивалютной корзины и одновременному сжатию коридора процентных ставок денежного рынка (*график 25*). В результате объем валютных интервенций ЦБ РФ (по абсолютной величине) сократился в два раза с лишним: со среднемесячного показателя \$3,8 млрд в 2011 г. до почти \$1,5 млрд в 2012 г. (*график 26*).

График 25. Изменение целей политики Банка России

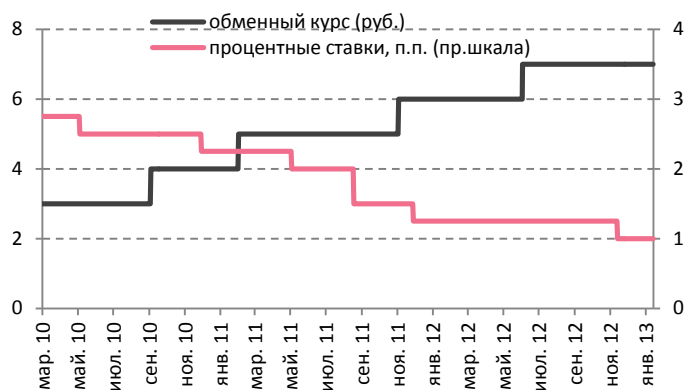


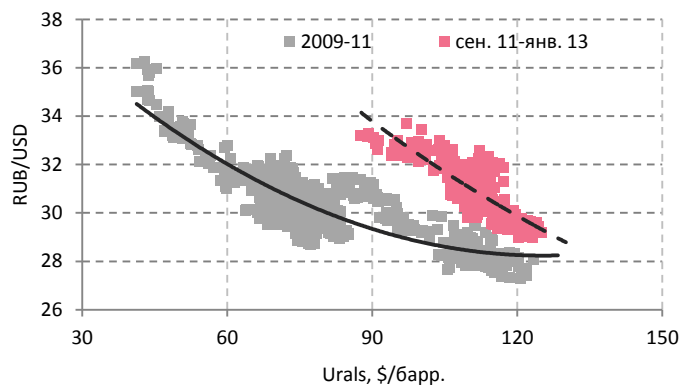
График 26. Объем валютных интервенций Банка России (\$ млрд, абсолют.)



Источники: Банк России, оценка Атона

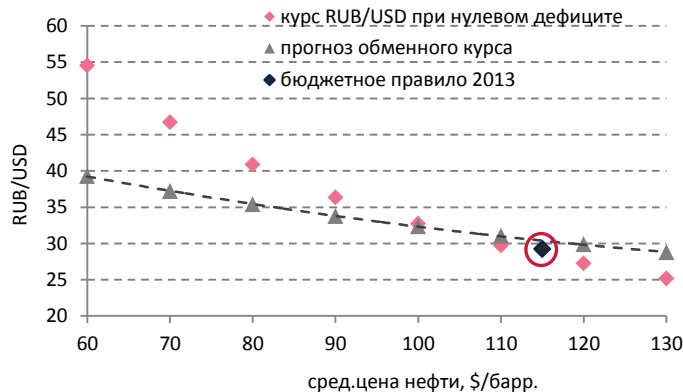
Смена ориентиров денежно-кредитной политики существенно усилила зависимость курса рубля от колебаний цен на нефть (*график 27*). По нашему мнению, большая гибкость рубля служит нескольким важным задачам. В частности, она позволяет правительству использовать валютную структуру бюджетных доходов и расходов как защиту от непредвиденных изменений цен на сырье. Основная масса нефтегазовой выручки поступает в долларах, а расходы осуществляются в национальной валюте, поэтому, если цена на нефть неожиданно падает, слабеющая национальная валюта позволяет поддержать рублевый эквивалент поступлений, тем самым сглаживая негативные последствия для бюджета. По нашим оценкам, федеральный бюджет в 2013 г. будет более-менее сбалансирован при средней цене нефти от \$90 до \$120 за баррель и валютном курсе в диапазоне 30,0-33,5 руб./\$. При более высокой цене нефти мы прогнозируем профицит бюджета, а меньшая цена приведет к превышению расходов над доходами.

График 27. Зависимость курса рубля от изменений цены на нефть



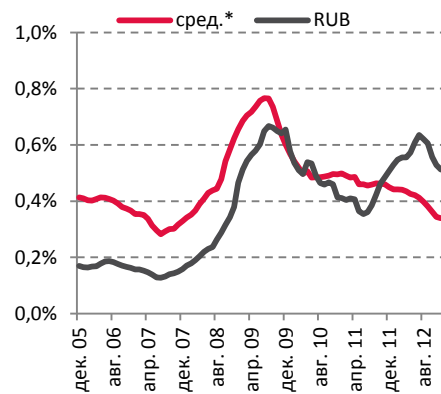
Источники: Bloomberg, оценка Атона

График 28. Валютный курс, необходимый для поддержания сбалансированного бюджета



Источники: Минфин, оценка Атона

**График 29. Среднемесячная волатильность**



\*средняя волатильность EUR, GBP, JPY и DXU

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Волатильность рубля (рассчитывается как среднее процентное изменение обменного курса без учета знака изменения) выросла в два раза с лишним со времени кризиса и теперь превышает показатели основных мировых валют (график 29). Мы расцениваем недавний резкий рост индикатора как свидетельство чрезмерной волатильности, которая может мешать инвестиционной привлекательности рублевых активов. Вместе с тем, в отсутствие сильных внешних потрясений на сырьевых рынках мы ожидаем в этом году возвращения курса рубля к нормальным уровням (сопоставимым с резервными валютами).

До кризиса операции Банка России служили 'балансирующим параметром' для платежного баланса. В дальнейшем мы прогнозируем, что такую роль будет выполнять сальдо финансового счета, которое будут сглаживать потенциальные дисбалансы счета текущих операций (см. раздел «Внешние факторы»). Как следствие, обменный курс должен отражать сравнительную привлекательность инвестиционных возможностей внутри и за пределами России, а также готовность инвесторов (как отечественных, так и иностранных) вкладывать средства в российские активы. В то же время, Банк России, как мы предполагаем, будет корректировать свои интервенции в зависимости от укрепления или девальвации национальной валюты (подробнее см. ниже).

### Курс на укрепление, но только в краткосрочной перспективе

В начале текущего года рубль поддерживали несколько факторов, включая высокие цены на нефть и повышение спроса на активы развивающихся рынков после того, как США удалось на время решить проблему 'фискального обрыва', — это вернуло инвесторам желание рисковать. Еще одной причиной укрепления рубля (на 2,2% с начала года против доллара США и лишь на 0,5% против бивалютной корзины), вероятно, стало давление на доллар со стороны ФРС, которая решила в декабре расширить программу выкупа активов (регулятор приобретает казначейские облигации США на \$45 млрд ежемесячно в дополнение к обеспеченным ипотекой долговым обязательствам на \$40 млрд).

В ближайшем будущем мы ожидаем укрепления рубля. Предстоящие изменения инфраструктуры рынка, по всей видимости, будут способствовать притоку средств в Россию и росту спроса на национальную валюту. В частности, иностранным инвесторам потребуются рубли для покупки ОФЗ, когда Euroclear запустит прямые расчеты с локальными долговыми инструментами (расчеты по внебиржевым транзакциям уже могут проводиться через Euroclear, а на биржевые сделки режим, как ожидается, распространится в марте).

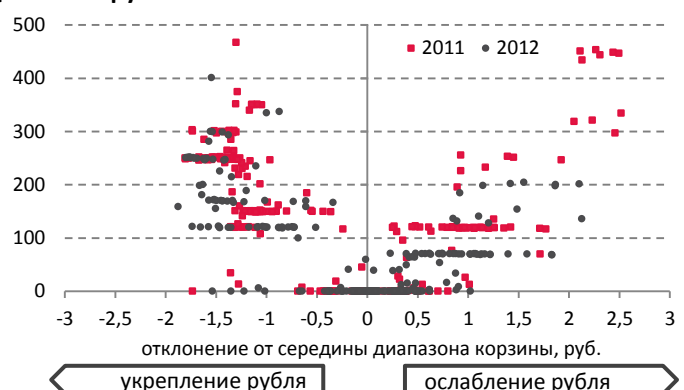
Однако в отдаленной перспективе потенциал укрепления рубля, по нашему мнению, ограничен. Стоимость бивалютной корзины (основной ориентир для валютной политики Банка России) уже опустилась ниже границы диапазона, в пределах которого регулятор воздерживается от проведения интервенций (график 30), т.е. ЦБ РФ, скорее всего, увеличит покупку иностранной валюты, если данная тенденция сохранится. Согласно нашим оценкам, Банк России не участвует в операциях на валютном рынке до тех пор, пока стоимость бивалютной корзины не отклонится более чем на 0,5 руб. от середины целевого диапазона (график 31).

**График 30. Динамика и диапазон бивалютной корзины, руб.**



Источники: Bloomberg, Банк России

**График 31. Валютные интервенции Банк России (\$ млн) vs динамика рубля**



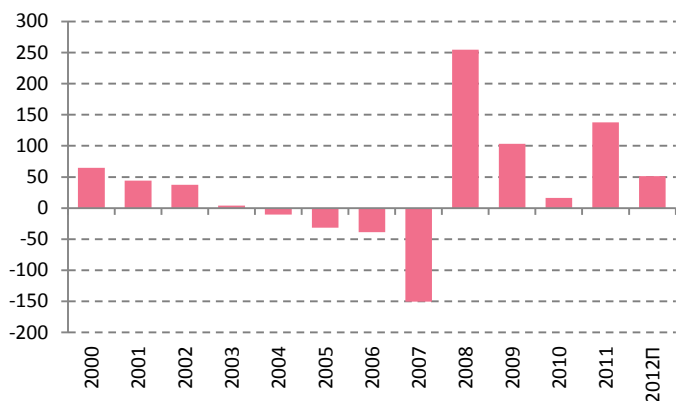
Источники: Банк России, оценка Атона

**Банк России настроеннее относится к укреплению рубля, чем к его ослаблению.** В целом равные отклонения курса от середины целевого диапазона бивалютной корзины в разные стороны вызывают со стороны ЦБ РФ неодинаковые ответные действия – он покупает больше валюты, когда рубль укрепляется, чем продает, когда рубль ослабевает (*график 32*). Средний объем валютных интервенций Банка России, направленных на предотвращение ослабления рубля, уменьшился в 2012 г. по сравнению с 2011 г., а объем покупки валюты при укреплении рубля изменился менее значительно, свидетельствуя о том, что подход ЦБ РФ к интервенциям зависит от динамики обменного курса.

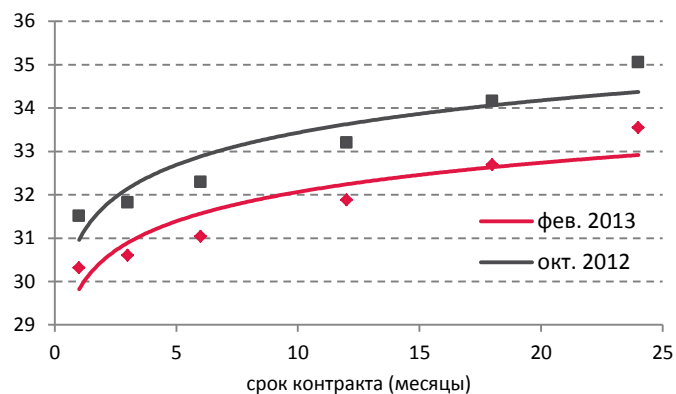
В поддержку данной гипотезы говорят и прогнозы платежного баланса, представленные Банком России в документе “Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2013 год и период 2014 и 2015 годов”. Среди описанных трех сценариев (базирующихся на допущениях средней цены на нефть \$73, \$97 и \$121 за баррель) лишь в самом пессимистичном предполагается продажа Банком России иностранной валюты: в соответствии с ним, резервы сократятся в текущем году на \$17,5 млрд. При базовом сценарии ЦБ РФ аккумулирует \$23,8 млрд резервов, при оптимистичном – \$97,9 млрд. Мы полагаем, что регулятора больше беспокоит укрепление рубля, нежели его девальвация.

**Такой подход, на наш взгляд, оправдан с экономической точки зрения.** Укрепление рубля делает импортные товары сравнительно более дешевыми, уменьшая тем самым конкурентоспособность отечественной продукции, в то время как от умеренного ослабления рубля экономика в целом выигрывает, о чем говорит положительная чистая инвестиционная позиция России (т.е. инвестиции за рубеж превышают объем внешних обязательств) (*график 32*). Впрочем, сильное падение курса рубля может привести к различным негативным последствиям, в том числе интенсификации оттока капитала и уменьшению покупательской способности потребителей, которые тратят значительную часть своих доходов на иностранные товары. К тому же, ослабление рубля влечет за собой возрастание стоимости импорта продукции машиностроения и оборудования, которые жизненно важны для модернизации экономики России.

**График 32. Чистая инвестиционная позиция РФ, \$ млрд**



**График 33. Кривые беспоставочных форвардов на рубль**



Источники: Банк России

Источники: Bloomberg, оценка Атона

**Участники рынка по-прежнему ожидают ослабление рубля на горизонте ближайшего года,** что подтверждается положительным наклоном кривой NDF (*график 33*). Мы разделяем такую точку зрения. На наш взгляд, неразумно рассчитывать на укрепление рубля в течение длительного периода в отсутствие благоприятных фундаментальных предпосылок (а мы даем осторожный прогноз в отношении российской экономики). Вместе с тем, без резких изменений цен на нефть ослабление российской валюты, вероятно, будет носить плавный характер, что подтверждает сдвиг кривой NDF вниз за последние три месяца.

## Обновленные прогнозы

Минэкономразвития недавно опубликовало прогноз долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 г. Базовый (консервативный) сценарий предполагает дальнейшую эксплуатацию нефтегазового потенциала, а инновационные технологии будут импортироваться из-за рубежа. Однако при таком сценарии средний долгосрочный рост ВВП вряд ли превысит 3,2%, в то время как экономика сохранит свою зависимость от динамики на мировом рынке сырья.

Два других (менее вероятных) сценария основаны на росте инвестиционной активности. Инновационный сценарий предполагает развитие инфраструктуры за пределами нефтегазового сектора. Однако этого будет непросто добиться без поддержки со стороны государства, для чего потребуются некоторые смягчения (или отказ от) недавно одобренного бюджетного правила. По данным Минэкономразвития, в случае реализации данного сценария средний рост ВВП составит 4,1% за период 2013-2030 гг.

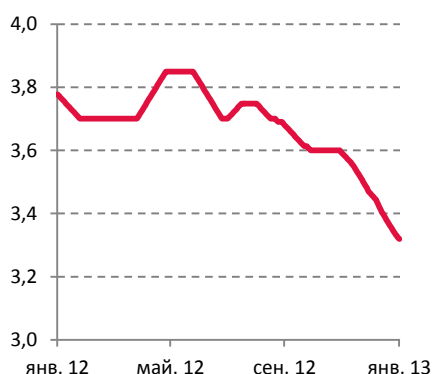
Согласно сценарию форсированного роста, в дополнение к инновациям возникнет необходимость в значительном притоке капитала (обусловленном скорее дефицитом торгового баланса, чем структурными изменениями, направленными на улучшение инвестиционного климата) и увеличении корпоративного и потребительского долга. Таким образом, средний темп роста может возрасти до 5,4% в период 2013-2030 гг. Хотя данный сценарий соответствует долгосрочным целям, озвученным президентом Владимиром Путиным, мы считаем, что он может привести к формированию ряда структурных дисбалансов (в том числе росту долговой нагрузки и дефициту торгового баланса), усилив восприимчивость экономики к внешним шокам.

В 2012 г. ВВП России вырос всего на 3,4%, согласно предварительной оценке Росстата. Рекордно высокие цены на нефть (средняя цена на нефть марки Urals в прошлом году составила \$110,4 за баррель) не смогли предотвратить замедление экономики, свидетельствуя о том, что сырьевая модель роста исчерпала себя. Ухудшение наблюдалось во всех сегментах экономики (за исключением финансового сектора): объем производства в обрабатывающих отраслях увеличился в прошлом году на 3,2%, после роста в 2011 г. на 5,3%; строительная активность увеличилась на 2,0% vs 4,5% годом ранее; добыча полезных ископаемых прибавила всего 0,9% vs 2,9% в 2011 г. Даже наличие дополнительного дня в високосном году (который добавил, по нашим оценкам, около 0,3 п.п. к совокупному росту ВВП) не смогло улучшить ситуацию. Однако без его вклада ВВП увеличился бы всего на 3,1-3,2%.

Данные Росстата свидетельствуют о резком сокращении роста ВВП в четвертом квартале 2012 г. (до 2,1% в годовом сопоставлении с 2,9% в июле-сентябре и около 4,5% в первом полугодии 2012 г.), т.е. основные факторы роста теряют свою силу.

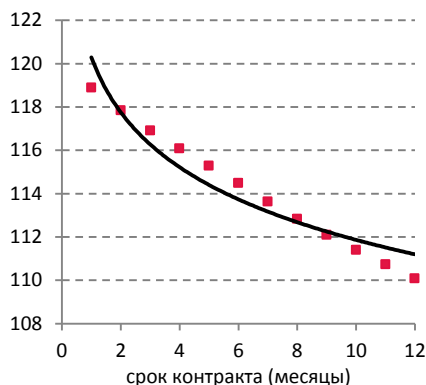
Даже если правительству удастся реализовать инновационный сценарий экономического развития, значительные улучшения ключевых макроэкономических параметров станут проявляться только после 2015 г. В краткосрочной перспективе, учитывая сложности, отмеченные в предыдущих разделах, мы считаем, что консервативные оценки являются более точными. Напомним, что в течение 2012 г. консенсус-прогноз роста ВВП России за 2013 г. понижался (с 3,8% до 3,3%), по мере того как выходили новые и часто разочаровывающие данные. Мы не исключаем, что процесс пересмотра в сторону понижения еще не завершен.

График 34. Эволюция прогнозов российского ВВП на 2013 г., % (г/г)



Источник: Bloomberg

График 35. Фьючерсы на нефть Brent



Источник: Bloomberg

## Предпосылки

### Цена нефти

Цена на нефть остается одной из ключевых внешних переменных, влияющих на развитие российской экономики, хотя важность этого фактора уменьшилась вместе с эффективностью сырьевой модели роста. Наш долгосрочный прогноз устойчивой цены на нефть остается прежним, \$90 за баррель (см. отчет [“Нефтегазовые компании СНГ: прогноз на 2013 г.”](#), опубликованный 22 ноября 2012 г.), однако, учитывая исключительно мягкую денежно-кредитную политику ведущих мировых Центробанков, потребуется какое-то время, чтобы цены скорректировались к этому уровню. Тем не менее, мы с осторожностью оцениваем перспективы цен на нефть ввиду недостатка фундаментальных катализаторов спроса: по нашему мнению, цены в среднем составят \$105 за баррель в 2013 г., \$100 в 2014 г., \$90 в 2015 г. Текущая кривая форвардных контрактов предполагает более высокие цены, но рынок ожидает постепенного снижения цены ближе к концу года (график 36).

### Денежно-кредитная политика

Мы полагаем, что Банк России продолжит переход к таргетированию инфляции, допуская увеличение гибкости обменного курса рубля, хотя и при некоторых ограничениях (подробнее в разделе «Российский рубль»).

Мы считаем, что сентябрьское решения Банка России о повышении всех ключевых процентных ставок на 25 б.п. не получит продолжения (если не считать таковым повышение максимальной ставки по депозитам в декабре, которое практически не повлияло на кредитные условия), в то время как смягчение монетарной политики является лишь вопросом времени. На наш взгляд, наиболее вероятно понижение ставок в конце второго квартала 2013 г., когда, как мы ожидаем, начнется замедление инфляции. Смягчение денежно-кредитной политики также будет способствовать умеренному ослаблению рубля во втором полугодии 2013 г., что станет позитивным побочным эффектом с точки зрения регулятора.

### Структурные изменения

Наш прогноз долгосрочного устойчивого роста российской экономики (при текущих технологическом уровне и загрузке мощностей) составляет примерно 2,3-2,5%, а для более быстрого роста необходимы структурные изменения – в частности, развитие инфраструктуры, улучшение инвестиционного климата и повышение конкурентоспособности отечественных компаний. Однако решение этих проблем является трудоемким и длительным процессом.

Во-первых, затруднительно убедить бизнес инвестировать в инфраструктуру без адекватной поддержки государства, которая вряд ли будет значительной, учитывая принятое бюджетное правило (как минимум в 2013 г.). Заместитель министра экономического развития Андрей Клепач не так давно признал, что у отечественных компаний есть неиспользуемые средства на банковских счетах, но они не хотят использовать их для финансирования крупных инвестиционных проектов, тем самым ограничивая потенциал ускорения роста ВВП в долгосрочной перспективе.

Во-вторых, России нужно улучшить инвестиционный климат, чтобы в полной мере использовать повышение аппетита к риску среди международных инвесторов и привлечь больше долгосрочных ПИИ. В этой сфере успехи нашей страны скромные: в отчете Doing Business Всемирного банка за 2013 г. она переместилась с 118-го места на 112-ое в общем ранжировании, но по критерию защиты инвесторов ее положение ухудшилось (падение со 114-ой позиции на 117-ую). Борьба с коррупцией и развитие прозрачной законодательной базы – ключевые вызовы для российских властей, и мы не ждем скорого решения данных проблем.

Наконец, действия, направленные на повышение конкурентоспособности российской промышленности преимущественно сосредоточены на цене продукции (через ослабление рубля). Мы считаем, что подобные меры вряд ли благотворно скажутся на экономике в долгосрочной перспективе, так как они поддерживают неэффективных производителей. Мы отдаем предпочтение такой политике, которая была бы нацелена на повышение качества товаров и связанных услуг.

## Прогноз

### Базовый сценарий

Мы полагаем, что без серьезных шоков российская экономика продолжит развиваться умеренными темпами. Мы не ждем какого-либо ужесточения кредитных условий Банком России (даже наоборот, мы прогнозируем понижение регулятором ключевых ставок во втором полугодии 2013 г.), но и интенсификации инвестиционной активности ждать не приходится ввиду недостатка соответствующих стимулов у производителей. По нашей оценке, капиталовложения увеличатся на 6,0% в текущем году, что, вероятно, поддержит темпы роста ВВП России на уровнях, лишь слегка превышающих ее долгосрочный потенциал: 3,0% в 2013 г., 3,2% в 2014 г.

**Стагнация промышленного производства в 2013 г., вероятно, продолжится.** Хотя правительство пытается стимулировать развитие новых нефтяных месторождений в труднодоступных регионах (например, через предоставление налоговых льготы) и поддерживает технологическое развитие (для более эффективного извлечения сырья), потенциал роста добычи нефти в ближайшие два-три года, на наш взгляд, невелик. По скорректированному прогнозу Минэкономразвития, добыча нефти в 2013 г. останется на том же уровне, что и в прошлом году (516 млн тонн). Технических препятствий для наращивания добычи газа меньше, но Минэкономразвития понизило ее прогноз на 2013 г., чтобы учесть потенциальное ослабление экспортного спроса. Обрабатывающие отрасли продолжают страдать от недостаточной конкурентоспособности, причем эта ситуация вряд ли радикально изменится, даже если произойдет ослабление рубля. **В результате, в рамках нашего базового сценария мы ожидаем, что рост промышленного производства в 2013 г. не превысит 3,2% (достаточно высокая оценка обусловлена по преимуществу эффектом низкой базы).**

Поскольку нефть и газ являются ключевым экспортным сырьем России, ограниченные перспективы роста физических объемов их добычи делают национальный торговый баланс весьма чувствительным к флуктуациям мировых цен на углеводороды. Соответственно, основываясь на собственном прогнозе цен на нефть, мы ожидаем, что стоимость экспорта товаров уменьшится до \$523 млрд (-1,9% в годовом сопоставлении). Впрочем, ожидаемое ухудшение показателей потребительского и инвестиционного спроса в 2013 г. вряд ли негативно отразится на объеме импорта, так как Россия продолжит полагаться на импортируемые технологии. **В результате, общие траты на приобретение зарубежных товаров, вероятно, возрастут в текущем году, хотя и в меньшей степени, чем годом ранее – на 2,8% до \$345 млрд. Итоговый профицит торгового баланса в размере \$178 млрд (-10% в годовом сопоставлении), по нашим расчетам, обеспечит положительное сальдо счета текущих операций на уровне \$49 млрд.**

Мы ожидаем сохранения оттока капитала в 2013 г., хотя в отдельные периоды в течение года может наблюдаться и обратная тенденция. Последнее, однако, в определенной степени будет компенсировано покупками Банком России иностранной валюты, так как, на наш взгляд, укрепление рубля куда меньше устраивает национального регулятора, чем его ослабление. **По нашему прогнозу, резервы иностранной валюты Банка России увеличатся в 2013 г. на \$10 млрд, а дефицит счета операций с капиталом и финансовыми инструментами достигнет \$49 млрд (\$59 млрд, если добавить сюда чистые ошибки и пропуски).**

Мы полагаем, что в 2013 г. можно будет выделить два четких периода динамики курса рубля: в первом полугодии произойдет умеренное укрепление (частично нивелированное действиями Банка России), а затем, ближе к концу года, последует ослабление отечественной валюты до 32/\$ на фоне слабых фундаментальных показателей и смягчения денежной политики. По нашей оценке, средний курс доллара в текущем году составит 31,7, бивалютной корзины – 36,5.

Госсектор остается крайне уязвимым к шокам нефтяных цен (дефицит без учета нефтегазовых доходов превысил в минувшем году 10% ВВП), хотя повышение гибкости рубля до какой-то степени сгладит волатильность доходов. Мы ожидаем, что при цене на нефть и обменном курсе рубля в рамках нашего базового сценария расходы и доходы федерального бюджета будут близки к равновесию (на наш взгляд, возможен даже профицит в размере 0,3% ВВП). Согласно закону о бюджете, его дефицит в текущем году составит 0,8% ВВП.

Хотя мы ждем замедления роста индекса потребительских цен примерно до 5,8% к концу года в отсутствие значительного давления со стороны потребления, **средний уровень инфляции в 2013 г., вероятно, будет выше, чем годом ранее** (по нашим расчетам, 6,5% против 5,1%). Соответственно, как мы полагаем, таргетируемый Банком России уровень инфляции (5-6% по итогам года) достигим, хотя риски для реализации данного сценария сохраняются.

**На фоне ускорения средней инфляции реальные располагаемые доходы, как мы полагаем, окажутся под давлением, даже если в условиях ограниченного предложения на рынке труда продолжится рост номинальных зарплат.** На наш взгляд, увеличение стоимости обслуживания растущих долговых обязательств населения перекроет повышение доходов, что станет дополнительным ограничением для динамики располагаемых личных доходов. Мы не видим потенциала для дальнейшего уменьшения безработицы, так как ее уровень уже уступает естественному.

#### **Цена на нефть: альтернативные сценарии**

**В рамках нашего пессимистичного сценария мы полагаем, что вялый экономический рост на большинстве развитых рынков окажет давление на цены на сырье,** в результате чего цены на нефть откатятся к своему долгосрочному устойчивому уровню (по нашим расчетам, \$90 за баррель) быстрее, чем в базовом сценарии. Это не приведет к рецессии российской экономики, но ввиду высокой зависимости нашей страны от импорта может возникнуть дефицит счета текущих операций. Наиболее неблагоприятным последствием реализации данного сценария, на наш взгляд, станет дальнейшее сокращение стимулов для инвестиций в производственные мощности, что приведет к понижению долгосрочных устойчивых темпов роста ВВП. Говоря о более краткосрочной перспективе, рост ВВП, как мы ожидаем, в таких условиях замедлится примерно до 2,0% в 2013 г.

**В нашем оптимистичном сценарии на 2013 г. мы основываемся на средней цене на нефть \$115 за баррель,** что в целом соответствует преобладающему консенсусу на рынке. Однако, как мы полагаем, последствия реализации такого варианта для реального сектора будут весьма ограниченными, так как сопутствующее увеличение номинальных экспортных доходов вряд ли обеспечит достаточно сильный импульс для инвестиций и роста. После последнего кризиса стало очевидно, что динамика ВВП России куда сильнее реагирует на понижение цены на нефть, чем на ее повышение, так как укрепление рубля на волне роста цен на сырье негативно отражается на отечественных производителях. В результате, наш оптимистичный прогноз роста ВВП России лишь немногим превышает базовый (3,2% в 2013 г.). При таком развитии событий средний курс рубля за год, как мы предполагаем, составит 30,4/\$.

**Таблица 2. Основные макроэкономические показатели и прогнозы (базовый сценарий)**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013п	2014п
<b>Основные макроэкономические параметры</b>											
ВВП, млрд руб.	17 027,2	21 609,8	26 917,2	33 247,5	41 276,8	38 807,2	46 321,8	55 798,7	62 356,9	67 954,0	74 851,8
ВВП (г/г)	7,2%	6,4%	8,2%	8,5%	5,2%	-7,8%	4,5%	4,3%	3,4%	3,0%	3,2%
Urals, \$/барр. (сред.)	34,2	50,4	61,2	69,5	95,1	61,3	78,2	109,3	110,4	105,0	100,0
ИПЦ (г/г)	11,7%	10,9%	9,0%	11,9%	13,3%	8,8%	8,8%	6,1%	6,6%	5,8%	5,5%
RUB/USD (сред.)	28,8	28,3	27,2	25,6	24,9	31,7	30,4	29,4	31,1	31,7	32,3
RUB/USD (в конце периода)	27,7	28,7	26,3	24,6	29,4	30,0	30,5	32,1	30,5	32,3	32,3
USD/EUR (сред.)	1,24	1,24	1,26	1,37	1,47	1,39	1,33	1,39	1,29	1,34	1,34
Бивалютная корзина ЦБ РФ (сред.)		30,1	30,0	29,8	30,1	37,3	34,8	34,6	35,0	36,5	37,3
Реальная зарплата (г/г)	10,6%	12,6%	13,3%	17,2%	11,5%	-3,5%	5,2%	2,8%	7,8%	4,0%	4,2%
Реальные располагаемые доходы (г/г)	10,4%	12,4%	13,5%	12,1%	2,4%	3,0%	5,9%	0,4%	4,2%	3,5%	3,5%
Розничная торговля (г/г)	13,3%	12,8%	14,1%	16,1%	13,7%	-5,1%	6,4%	7,0%	5,9%	5,0%	5,5%
Безработица (сред.)	8,2%	7,6%	7,2%	6,1%	6,3%	8,4%	7,5%	6,6%	5,7%	6,0%	6,5%
Промпроизводство (г/г)	8,0%	5,1%	6,3%	6,8%	0,6%	-9,3%	8,2%	4,7%	2,6%	3,2%	3,5%
Инвестиции в основной капитал (г/г)	13,7%	10,9%	16,7%	22,7%	9,9%	-15,7%	6,0%	8,3%	6,7%	6,0%	5,0%
<b>Параметры федерального бюджета</b>											
Бюджетные доходы, % ВВП	20,1%	23,7%	23,3%	23,4%	22,5%	18,9%	17,9%	20,4%	20,6%	20,0%	18,3%
Бюджетные расходы, % ВВП	15,9%	16,3%	15,9%	18,0%	18,3%	24,9%	21,8%	19,6%	20,6%	19,7%	19,0%
Баланс бюджета, % ВВП	4,3%	7,5%	7,4%	5,4%	4,1%	-6,0%	-3,9%	0,8%	0,0%	0,3%	-0,8%
<b>Индикаторы платежного баланса</b>											
Экспорт, \$ млрд	183,2	243,8	303,5	354,4	471,6	303,4	400,7	522,1	530,7	522,6	494,6
Импорт, \$ млрд	97,4	125,4	164,3	223,5	291,9	191,8	248,6	323,8	335,4	344,7	353,8
Торговый баланс, \$ млрд	85,8	118,4	139,3	130,9	179,8	111,6	152,0	198,2	195,3	177,9	140,8
Текущий счет, \$ млрд	59,5	84,6	94,7	77,8	103,5	48,6	71,1	98,9	81,3	49,0	-1,3
Золотовалютные резервы, \$ млрд	124,5	182,2	303,7	478,8	426,3	439,5	479,4	498,6	537,6	547,6	557,6

Источники: Росстат, ЦБ РФ, Минфин, оценка Атона

## Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в данном Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

### Инвестиционная рекомендация

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть:

**Покупка** (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

**Держать** (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

**Продажа** (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевых ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2013. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или пригласения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и представляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей будущих инвесторов, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подходить для продажи во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Исключая существенное доверительное управление ценными бумагами, где ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в Анализе Капиталовложений, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в Анализе Капиталовложений или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Анализе Капиталовложений, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.

**ООО "АТОН"**

115035 Москва, Овчинниковская наб., дом 20, строение 1  
 Тел. +7 (495) 777 9090; +7 (495) 777 8877 Факс +7 (495) 777 8876  
 АТОН <GO> (Bloomberg)  
 www.aton.ru www.atonbroker.com  
 Участник торгов РТС, ММВБ, член НАУФОР

**Atonline Limited**

Юридический адрес: 5, Темистокли Дерви, ЭЛЕНИОН БИЛДИНГ, 2 этаж, Р.С. 1066, Никосия, Кипр  
 Офис: 20, Кириакос Матсис Авеню, 4 этаж, CY-1096, Никосия, Кипр  
 Тел. +357 (22) 680015 Факс +357 (22) 680016  
 Действует в соответствии с правилами Комиссии по ценным бумагам  
 и биржам Республики Кипр (лицензия № CIF 104/09)

**Департамент торговли**

**Павел Грёнбьерг**  
 +7 (495) 287 8650  
 pavel.gronbjerg@aton.ru

**Отдел продаж акций  
зарубежным клиентам**

**Мартин Голлнер**  
 +44 20 7011 9662  
 martin.gollner@atonint.com

**Отдел продаж акций  
российским клиентам**

**Максим Кабанов; Олег Мирманов**  
 +7 (495) 287 9282; 287 9283  
 maxim.kabanov@aton.ru; oleg.mirmanov@aton.ru;

**Аналитический  
департамент**

**Алексей Языков**  
 +7 (495) 213 0340  
 alexei.yazikov@aton.ru

**Управление по работе  
с долговыми инструментами**

**Мурат Берсеков**  
 +7(495) 705-99-42  
 murat.bersekov@aton.ru

**АНАЛИТИКИ АТОНА**
**Стратегия**

**Питер Вестин**  
 +7 (495) 213 0341  
 peter.westin@aton.ru

**Эндрю Риск**  
 +7 (495) 777 9090 x2641  
 andrew.risk@aton.ru

**Сергей Колоколов**  
 +7 (495) 777 9090 x2671  
 sergey.kolokolov@aton.ru

**Электроэнергетика**

**Илья Купреев**  
 +7 (495) 213 0335  
 ilya.koupreyev@aton.ru

**Павел Ластовкин**  
 +7 (495) 777 6677 x2683  
 pavel.lastovkin@aton.ru

**Металлургия**

**Диннур Галиханов**  
 +7 (495) 213 0338  
 dinnur.galikhhanov@aton.ru

**Илья Макаров**  
 +7 (495) 777 9090 x2644  
 ilya.makarov@aton.ru

**Специальные ситуации**

**Михаил Пак**  
 +7 (495) 213 0337  
 mikhail.pak@aton.ru

**Никита Мельников**  
 +7 (495) 213 0336  
 nikita.melnicov@aton.ru

**Нефть и газ**

**Елена Савчик**  
 +7 (495) 213 0343  
 elena.savchik@aton.ru

**Анна Лакейчук**  
 +7 (495) 777 9090 x2661  
 anna.lakeychuk@aton.ru

**Потребительский сектор**

**Елизавета Лебедева**  
 +7 (495) 777 9090 x2648  
 elizaveta.lebedeva@aton.ru

**Телекоммуникации и медиа**

**Вячеслав Буньков**  
 +7 (495) 213 0344  
 slava.bunkov@aton.ru

**Банки**

**Иван Качковский**  
 +7 (495) 705 9232  
 ivan.kachkovski@aton.ru

**Долговой рынок и экономика**

**Ринат Кирдань**  
 +7 (495) 213 0342  
 rinat.kirdan@aton.ru

**Андрей Бобовников**  
 +7 (495) 287 8648  
 andrey.bobovnikov@aton.ru

**Анна Богдюкевич**  
 +7 (495) 213 0334  
 anna.bogdyukovich@aton.ru

**Технический анализ**

**Елена Кожухова**  
 +7 (495) 777 9090 x2672  
 elena.kozhukhova@aton.ru

**Редакционно-издательский отдел**

**Лорен Мэнди**  
 +7 (495) 777 9090 x2648  
 lauren.mandy@aton.ru

**Томас Лавракас**  
 +7 (495) 777 9090 x2686  
 thomas.lavrakas@aton.ru

**Анна Богданова**  
 +7 (495) 777 9090 x2657  
 anna.bogdanova@aton.ru

**Акции: трейдинг**

+7 (495) 287 9287

**Долговые инструменты: трейдинг**

+7 (495) 287 8609